

汽车智能诊断龙头，围绕“新三化”布局打开成长新空间



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **公司是汽车智能诊断领域的领先企业。**公司成立至今，紧随汽车电子发展趋势，已构建了汽车综合诊断系列产品、TPMS 系列产品、ADAS 系列产品以及相关的软件云服务四大产品线。其中汽车综合诊断系列产品为公司核心业务，20 年该业务营收达到 9.31 亿，总营收占比达到 59%，TPMS 系列产品、ADAS 产品以及软件云服务均保持快速增长趋势。公司盈利能力优秀，净利率稳定在 25%以上。
- **汽车诊断市场空间广阔，“新三化”带来新需求。**全球范围内汽车保有量与平均车龄持续增长，有望带动汽车后市场对智能诊断、检测产品需求增加。美国 ACA 数据显示，美国汽车后市场中包括汽车智能诊断检测在内的汽车服务产值超过千亿美元。前瞻产业研究院预计 2020 年中国汽车检测系统市场规模约为 391 亿元。此外，汽车“新三化”趋势下带来 ADAS 标定、电池检测等新需求，市场空间迎来扩容。
- **产品线不断拓展，产品竞争力领先。**公司核心产品—智能诊断电脑已完成高中低端市场布局，覆盖车型全面，性价比更优；TPMS 产品性能良好，兼容性高，随着国内 TPMS 的普及，国内 TPMS 诊断匹配工具及传感器需求有望迎来快速增长。ADAS 标定工具具备先发优势，已覆盖 ACC、LDW 等多类系统；公司积极推进软件在线升级服务，并拓展智能维修信息服务，商业模式有望迎来蜕变。此外，公司针对新能源汽车布局电池检测等业务，有望成为公司未来新增长点。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 1.41、1.98、2.71 元，根据可比公司 21 年的 PE 水平，给予公司 21 年的 73 倍市盈率，对应合理股价为 102.93 元，首次给予买入评级。

风险提示

研发进展不及预期的风险；行业内竞争恶化风险；汽车电动智能化对诊断维修业务产生冲击的风险

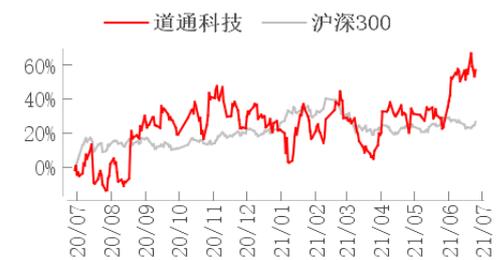
公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,196	1,578	2,241	3,079	4,129
同比增长(%)	32.8%	31.9%	42.0%	37.4%	34.1%
营业利润(百万元)	341	481	689	968	1,316
同比增长(%)	13.6%	41.0%	43.2%	40.4%	36.0%
归属母公司净利润(百万元)	327	433	637	892	1,218
同比增长(%)	-2.6%	32.4%	47.0%	40.0%	36.6%
每股收益(元)	0.73	0.96	1.41	1.98	2.71
毛利率(%)	62.4%	64.3%	65.8%	66.8%	67.9%
净利率(%)	27.3%	27.4%	28.4%	29.0%	29.5%
净资产收益率(%)	29.7%	23.4%	23.0%	25.8%	27.0%
市盈率	120.7	91.1	62.0	44.2	32.4
市净率	33.9	15.6	13.1	10.1	7.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年06月25日)	87.67元
目标价格	102.93元
52周最高价/最低价	94.5/47.15元
总股本/流通A股(万股)	45,000/27,091
A股市值(百万元)	39,452
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2021年06月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.41	27.15	43.31	57.05
相对表现	-0.28	26.55	39.95	37.75
沪深300	1.69	0.6	3.36	19.3



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	浦俊懿
	021-63325888*6106
	pujunyi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860514050004
证券分析师	游涓洋
	010-66210783
	youjuanyang@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860515080001
证券分析师	陈超
	021-63325888*3144
	chenchao3@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860521050002

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、公司概况：汽车智能诊断领域龙头企业	5
1.1 领先的汽车智能诊断产品及服务综合方案提供商	5
1.2 股权结构稳定，股权激励方案注入发展活力	6
1.3 业绩高速增长，高度重视研发投入	7
1.4 全球化布局，积极开拓本土市场	10
二、汽车诊断市场空间广阔，产业新趋势带来新需求	11
2.1 平均车龄增长&保有量增加，汽车诊断分析需求不断增长	11
2.2 汽车发展新趋势拓展市场新需求	13
三、核心产品优势明显，围绕产业趋势积极布局	15
3.1 综合诊断产品：发力高端市场，产品性价比优势明显	15
3.2 TPMS：政策打开需求，产品优势有望占据市场份额	17
3.3 ADAS 产品：提前布局标定市场，确立先发优势	20
3.4 软件云服务：商业模式蜕变，积极布局智能维修信息服务	21
3.5 具备前瞻意识，布局新能源后市场	22
盈利预测与投资建议	23
盈利预测	23
投资建议	24
风险提示	25

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司主要产品服务	6
图 3: 公司股权结构 (2021Q1)	6
图 4: 2016-2020 年公司营收及增速 (亿元, %)	8
图 5: 2016-2020 年公司归母净利润规模及增速 (亿元, %)	8
图 6: 2016-2020 年公司各业务及整体毛利率	9
图 7: 2016-2020 年公司与主要竞争企业毛利率对比	9
图 8: 2016-2020 年公司与主要竞争企业净利率对比	9
图 9: 2016-2020 年公司与主要竞争企业营收增速对比	9
图 10: 2016-2020 年公司期间费用率 (%)	10
图 11: 2016-2020 年公司研发支出及占营收比重 (亿元, %)	10
图 12: 2019-2020 年公司研发人员数量及占员工总数比重	10
图 13: 2020 年公司分地区营业收入结构	11
图 14: 公司产品用户认可度 (2017 年 PTEN 杂志调查结果)	11
图 15: 2016-2020 年中国民用汽车保有量及增速 (百万辆, %)	12
图 16: 2012-2018 年中国汽车平均车龄 (年)	12
图 17: 美国汽车后市场规模及增速 (亿美元, %)	12
图 18: 中国汽车后市场规模及增速 (万亿元, %)	12
图 19: 中国汽车后市场维保市场规模及增速 (千亿元, %)	13
图 20: 20-25 年中国汽车检测系统市场规模预测 (亿元)	13
图 21: 全球及中国 ADAS 细分市场渗透率	14
图 22: 2016-2020 年公司综合诊断产品营业收入及毛利率 (亿元, %)	15
图 24: 2016-2020 年公司 TPMS 产品营业收入及毛利率 (亿元, %)	17
图 25: 全球与国内 TPMS 市场规模 (亿元)	19
图 25: MaxiSys ADAS MA600 功能介绍	21
图 26: 软件云服务架构	22
图 27: 16-20 年公司软件云服务营业收入及毛利率 (亿元, %)	22
图 28: MaxiBAS BT608 锂电池诊断设备	22
表 1: 公司激励方案各年度业绩考核目标和归属比例要求	7
表 2: 我国汽车后市场相关的产业政策	11
表 3: 汽车后市场未来发展趋势	14
表 4: 公司历代汽车智能诊断电脑代表产品	16

表 5: 汽车综合诊断产品与竞争对手可比产品具体参数对比.....	16
表 6: 各国 TPMS 相关政策	18
表 7: TPMS 系统诊断匹配工具与竞争对手可比产品具体参数对比.....	19
表 8: ADAS 标定工具与竞争对手可比产品具体参数对比.....	20

一、公司概况：汽车智能诊断领域龙头企业

1.1 领先的汽车智能诊断产品及服务综合方案提供商

深圳市道通科技股份有限公司成立于 2004 年，是全球领先的汽车智能诊断产品及服务综合方案提供商。公司专注于汽车智能诊断、检测分析系统及汽车电子零部件的研发、生产、销售和服务，产品主销美国、德国、英国、澳大利亚等 70 多个国家和地区。2005 年第一款智能读码卡产品上市，2010 年公司推出第一代乘用车智能综合诊断系统，并于三年后完成第二代产品迭代，目前已迭代至第三代。2017 年公司上线全球首创“四合一胎压传感器”，2018 年进入 ADAS 标定市场，业务边界不断拓展。

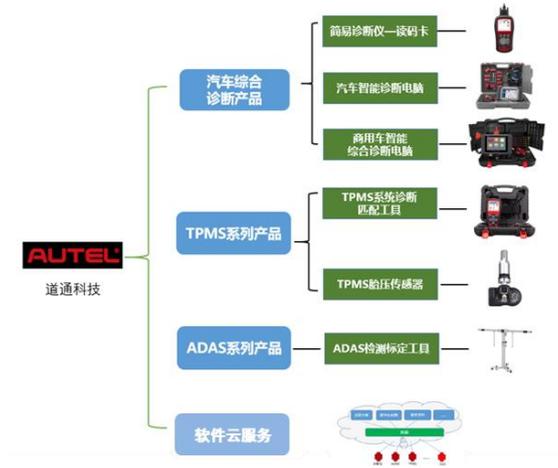
图 1: 公司发展历程



数据来源：公司招股说明书，公司官网，东方证券研究所

公司成立至今，紧随汽车电子发展趋势，已构建了汽车综合诊断系列产品、TPMS 系列产品、ADAS 系列产品以及相关的软件云服务四大产品线。汽车综合诊断系列产品为公司核心业务，包含简易诊断仪—读码卡、乘用车智能综合诊断电脑和商用车智能综合诊断电脑。TPMS 系列产品包含诊断工具及传感器，为公司发展最快的业务。ADAS 系列产品主要包括 ADAS 智能检测标定工具，为公司新兴拓展业务线。软件云服务，主要为诊断检测应用软件所覆盖车型更新及功能拓展服务。

图 2：公司主要产品服务

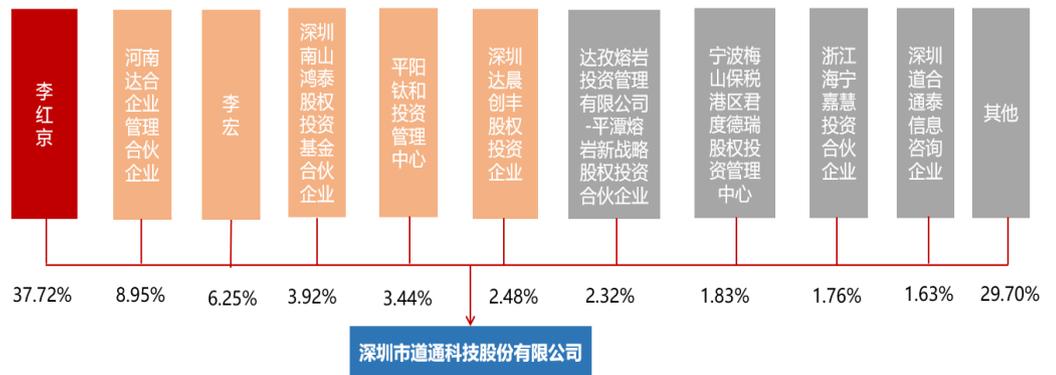


数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 股权结构稳定，股权激励方案注入发展活力

股权结构稳定，董事长兼总经理李红京先生为公司实际控制人。李红京先生曾于 2004 年 1 月至 6 月任深圳市元征科技股份有限公司海外营销总监，2004 年 9 月创立道通有限（后整体变更为道通科技），并在创办期间历任深圳市道通科技有限公司执行董事兼总经理、董事长兼总经理，2014 年 5 月至今任公司董事长兼总经理。李红京先生直接持有公司 37.72% 的股份为公司实际控制人，公司副总经理李宏先生为第三大股东，持股比例为 6.25%。其他持股超过 5% 的股东包括河南达合企业管理合伙企业。公司股权结构稳定，公司治理规范。

图 3：公司股权结构（2021Q1）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

股权激励方案注入增长活力。2020 年 9 月 15 日，公司对此前发布的股权激励方案上进行调整，拟以 27 元/股的价格向 137 名激励对象授予限制性股票 1245 万股（占总股本 2.77%），其中首次授予限制性股票 997 万股（占总股本的 2.22%），预留限制性股票 248 万股（占总股本的 0.55%）。分四年解锁首次授予的股票，2020-2023 年每年解锁 25%，当公司营业收入或毛利

的年复合增长率分别达到 50%与 30%时，分别解锁 100%与 50%。2020 年 9 月 14 日公司完成股权激励首次授予，并于 2021 年 3 月 19 日完成授予 197 万股预留限制性股票，公司高标准的考核目标既促进了员工的生产活力，也侧面反映了公司对未来增长的乐观预期。

表 1: 公司激励方案各年度业绩考核目标和归属比例要求

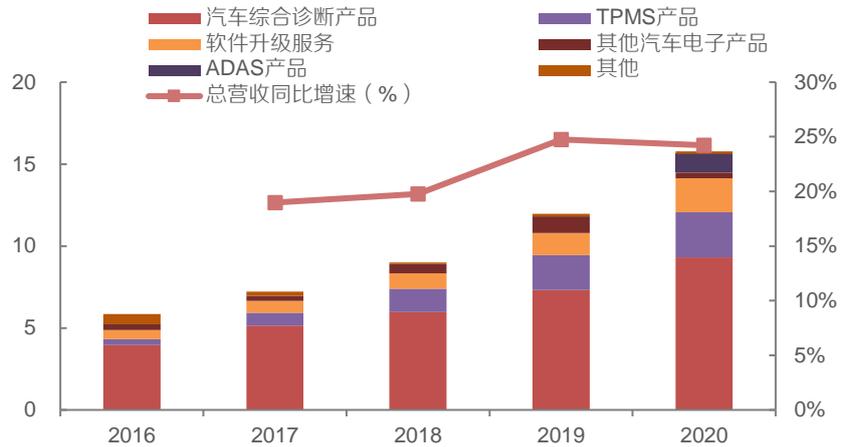
归属安排	对应考核年度	业绩考核目标 A	业绩考核目标 B+
		公司层面归属比例 100%	公司层面归属比例 50%
第一个归属期	2020	营业收入较 2019 年增长 50% 或毛利较 2019 年增长 50%	营业收入较 2019 年增长 30%或 毛利较 2019 年增长 30%
第二个归属期	2021	营业收入较 2019 年增长 125% 或毛利较 2019 年增长 125%	营业收入较 2019 年增长 69%或 毛利较 2019 年增长 69%
第三个归属期	2022	营业收入较 2019 年增长 238% 或 毛利较 2019 年增长 238%	营业收入较 2019 年增长 120%或 毛利较 2019 年增长 120%
第四个归属期	2023	营业收入较 2019 年增长 406% 或 毛利较 2019 年增长 406%	营业收入较 2019 年增长 186%或 毛利较 2019 年增长 186%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.3 业绩高速增长，高度重视研发投入

汽车综合诊断产品为目前公司营收的主要来源，TPMS、ADAS 及软件云服务收入增长迅速。公司营收从 2016 年的 5.85 亿元快速增长至 2020 年的 15.78 亿元，CAGR 为 28.2%。各项产品中，汽车综合诊断产品的营收占比最高，2020 年占营业总收入的 59%。TPMS 系列产品增长较快，营收从 2016 年的 0.38 亿元增长到 2020 年的 2.75 亿元，CAGR 达到 64%。ADAS 产品 2020 年实现收入 1.12 亿，同比增长 37%，软件云服务 2020 年实现收入 2.08 亿，同比增长 55%。

图 4：2016-2020 年公司营收及增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

剔除不良业务，业绩保持高速增长。公司开展的无人机产品市场反馈不及其前期大量的研发投入，因此 2016 年公司归母净利润为负数；剥离无人机项目后，公司业绩持续增长，2020 年公司归母净利润为 4.33 亿元，同比增长 82.7%，2017-2020 年归母净利润 CAGR 为 68.2%。

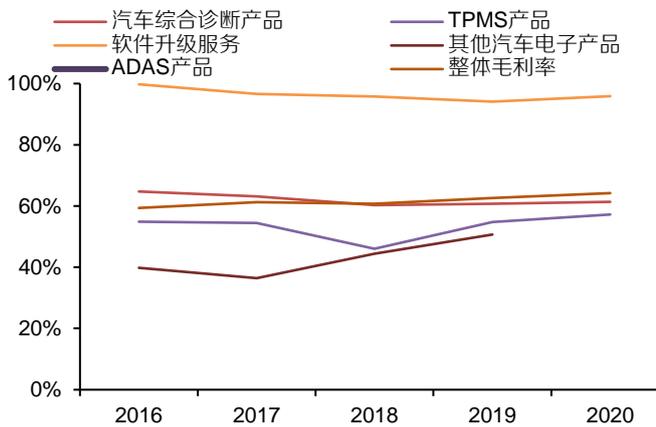
图 5：2016-2020 年公司归母净利润规模及增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

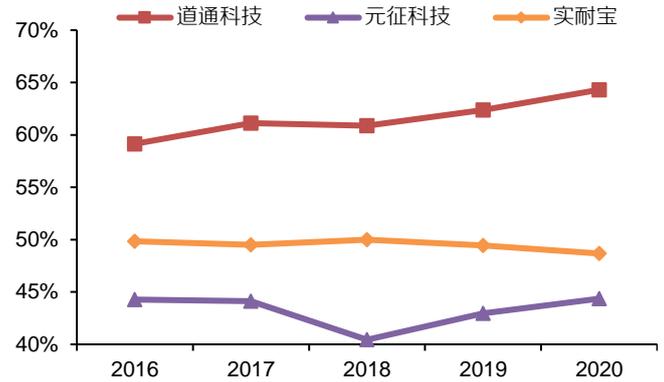
产品盈利能力稳定，毛利率水平行业领先。公司近五年整体毛利率分别为 64.22%、62.58%、60.74%、61.26%、59.37%，分产品，收入占比最高的汽车综合诊断产品毛利率较高，维持在 61% 左右，近年略有下降，从 2016 年的 64.75% 下降到 2020 年的 61.35%；软件升级服务毛利率最高，保持稳定在 95% 左右；TPMS 产品毛利率下降后持续回升；其他汽车电子产品毛利率自 2017 年持续提升，主要系 ADAS 系列产品增速较快，2020 年公司调整了其主营业务产品分类，将 ADAS 产品从“其他汽车电子产品”里分离出作为单独分类，因此“其他汽车电子产品”数据只更新至 2019 年，ADAS 产品毛利率较高，为 64.5%。实耐宝与元征科技为代表的海内外主要竞争对手，其部分收入来自技术含量较低的低毛利产品，因此与竞争企业相比，以研发为核心的公司生产的工具产品具备更高毛利，驱动公司近五年毛利率水平始终保持行业领先。

图 6：2016-2020 公司各业务及整体毛利率



数据来源：Wind，东方证券研究所

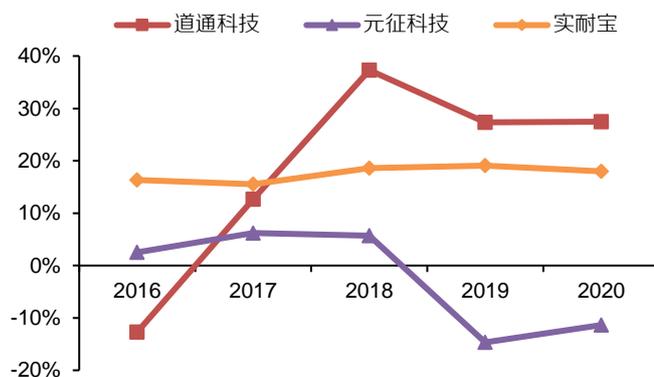
图 7：2016-2020 年公司与主要竞争企业毛利率对比



数据来源：Wind，东方证券研究所

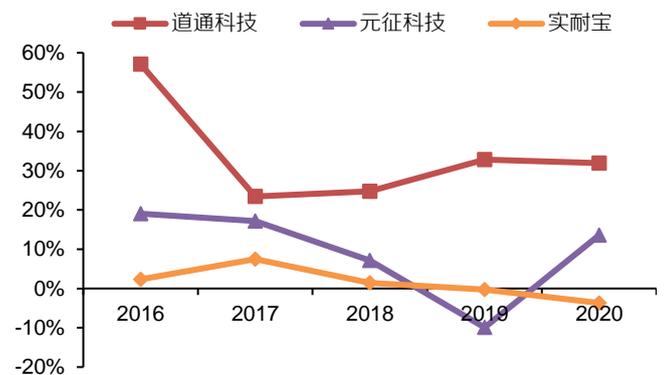
净利率及营收增速优于可比企业。自公司 2017 年剥离无人机业务后，其归母净利润率快速增长，2017 年扭亏为盈，自 2016 年的-12.69%提升至 2017 年的 12.66%，2020 年达 27.45%，本土企业元征科技近年归母净利润率于 2016 至 2017 年围绕 5%水平浮动，2019 与 2020 年则降为负值，而实耐宝近五年归母净利润率则稳定维持在 17%左右。相应地，剥离不良业务后，公司 2017-2020 年营收实现快速增长，增速维持于 28%水平，高于同期可比厂商。

图 8：2016-2020 年公司与主要竞争企业净利率对比



数据来源：Wind，东方证券研究所

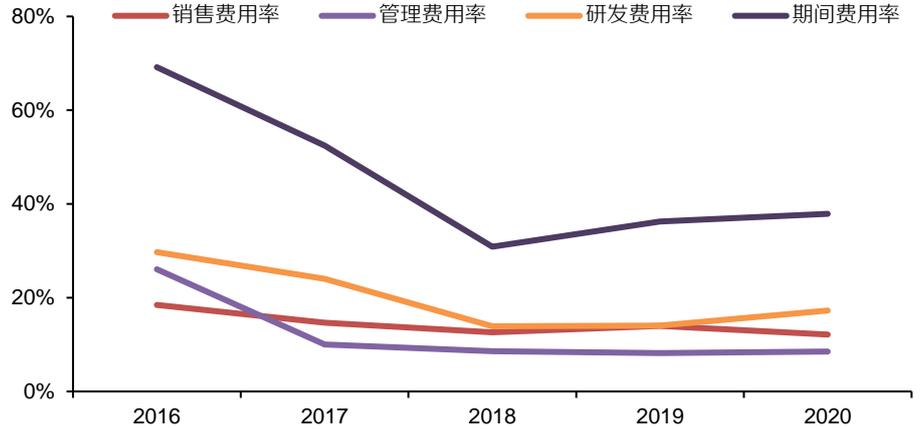
图 9：2016-2020 年公司与主要竞争企业营收增速对比



数据来源：Wind，东方证券研究所

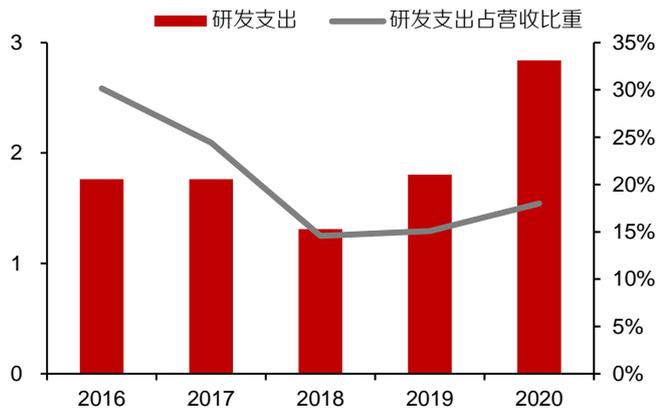
研发投入加大，导致期间费用率有所上升。2016 与 2017 年由于无人机业务研发投入较大以及 2016 年股份支付金额较大，导致公司期间费用率较高。2017 年无人机业务剥离后，公司研发支出持续增加，从 2018 年的 1.31 亿元提升至 2020 年的 2.84 亿元，营收占比从 14.6%提高至 18.0%，带动整体费用率水平略有上升。2020 年研发人员 863 人，同比增长 56.1%，占员工总数的 45.9%，主要研发人员均为硕士以上学历。专业背景覆盖汽车工程、电子工程、计算机科学等多个学科，核心技术团队行业经验丰富专业性强。

图 10: 2016-2020 年公司期间费用率 (%)



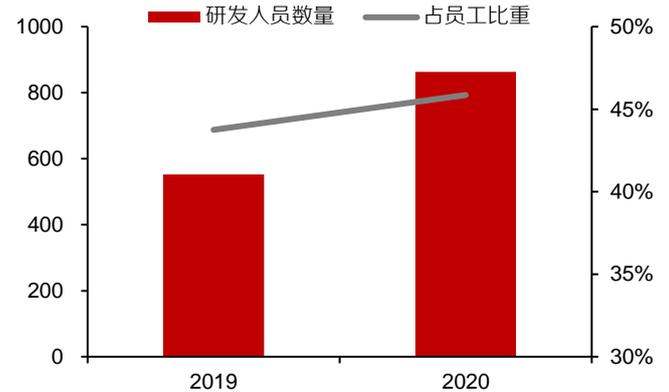
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 11: 2016-2020 年公司研发支出及占营收比重 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 12: 2019-2020 年公司研发人员数量及占员工总数比重

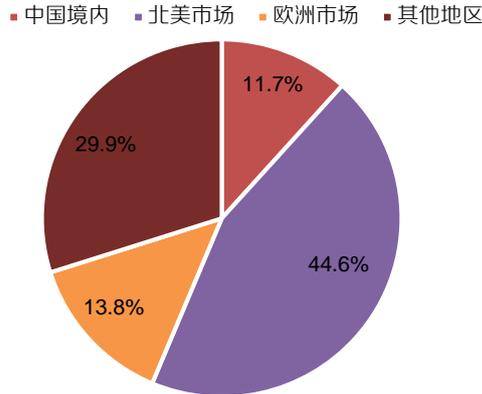


数据来源: Wind, 东方证券研究所

1.4 全球化布局，积极开拓本土市场

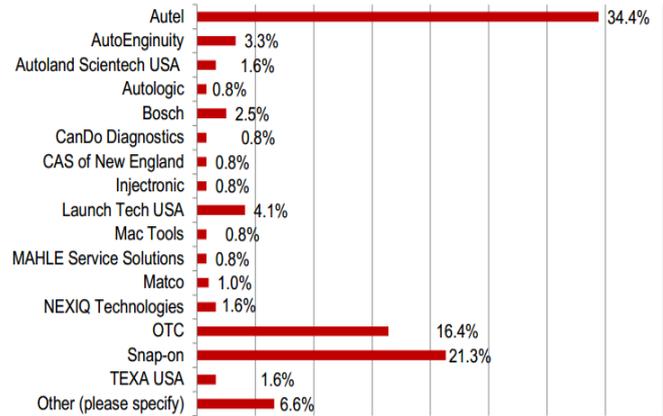
海外业务占比较高，北美市场的收入贡献较大。公司的业务大部分来自欧美等海外地区，2020 年中国境内、北美市场、欧洲市场的营收分别为 1.83、6.97、2.15 亿元，国内收入占比仅为 11.7%，北美市场贡献最大，占比 44.6%。公司早期凭借产品可靠的质量与技术优势打开了最成熟的美国市场，建立了在美国甚至国际市场的品牌知名度；美国 PTEN 杂志于 2017 年对约 4.6 万电子订阅人员的调查显示，近期购买公司产品的受调查者占比达 34%，与实耐宝、OTC 等同属于市场主要参与者，也反映了公司品牌获得客户的广泛认可。

图 13：2020 年公司分地区营业收入结构



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 14：公司产品用户认可度（2017 年 PTEN 杂志调查结果）



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

二、汽车诊断市场空间广阔，产业新趋势带来新需求

2.1 平均车龄增长&保有量增加，汽车诊断分析需求不断增长

汽车产业是国民经济的支柱，也是国家高端制造业的重要输出点，汽车智能诊断、检测等属于汽车后市场，同时也是汽车大产业下的细分产业，为我国鼓励发展产业，享受国家政策支持。2011 年《产业结构调整指导目录》将 TPMS、汽车检测设备列入鼓励类产业，2019 年的《产业结构调整指导目录》在此基础上，把车载故障诊断仪，新能源汽车下线检测/维护诊断设备也并入鼓励类产业。

表 2：我国汽车后市场相关的产业政策

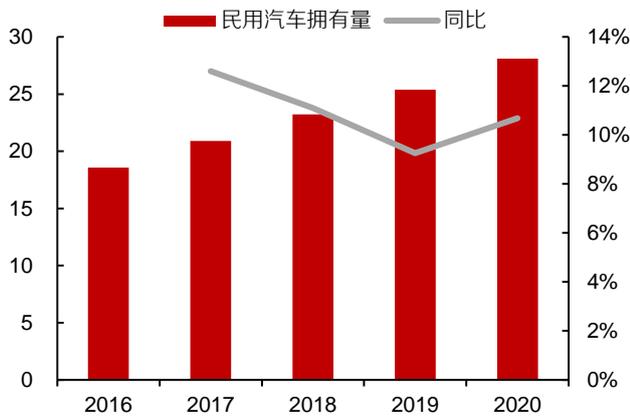
文件名称	发布时间	发布部门	相关内容
《汽车产业发展政策》	2004 年发布 2009 年修改	国家发展和改革委员会	促进汽车产业与关联产业、城市交通基础设施和环境保护协调发展
《产业结构调整指导目录》(2011 年本)	2011 年	国家发展和改革委员会，国务院	轮胎气压检测系统、汽车检测设备、数字化仪表等属于汽车产业内的鼓励类产业。
《外商投资产业指导目录(2011 修订)》	2011 年	国家发展和改革委员会，商务部	电子组合仪表、轮胎气压检测系统、车载故障诊断仪等属于鼓励类产业
《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	2012 年	国务院	实施新能源汽车重大创新工程，研发新能源汽车全新地盘、动力总成、汽车电子等产品
《关于促进汽车维修业转型升级、提升服务质量的指导意见》	2014 年	交通运输部、国家发展和改革委员会等	建立覆盖全国的汽车“电子病历”系统；鼓励各地道路运输管理机构建立汽车维修服务质量评价网络平台。
《国家集成电路产业	2014 年	工业和信息化部	分领域、分门类逐步突破汽车电子等关键集成电路及嵌入式软件，提

《发展推进纲要》			高对信息化与工业化深度融合的支撑能力。
《“十三五”汽车工业发展规划意见》	2016年	国务院	搭载先进车载传感器等装置，融合现代通信与网络技术，实现车与人、车、路、后台等智能信息交换分享，具备复杂的环境感知、智能决策等功能的新一代汽车
《深圳市产业结构调整优化和产业导向目录（2016年修订）》	2016年	深圳市发改委	工业自动化、汽车电子、海洋探测、环境监测、航天航空等领域的智能仪器仪表
《汽车产业中长期发展规划》	2017年	工业和信息化部、国家发展改革委、科技部	突破车用传感器、车载芯片等先进汽车电子及轻量化新材料、高端制造装备等产业链短板。
《产业结构调整指导目录（2019年本，征求意见稿）》	2019年	国家发展和改革委员会	车载故障诊断仪、新能源汽车下线检测设备及维护诊断设备分别列入国家鼓励类产业产品、新兴产业重点产品目录

数据来源：政府网站，招股说明书，东方证券研究所

保有量与平均车龄的增长带动汽车后市场规模稳步增长。美国是全球范围内最成熟的汽车后市场，根据美国汽车后市场协会数据，美国汽车后市场规模于2018年达3920亿美元，2014至2018年复合增速为4.6%，随着美国汽车电子化程度的提升、平均车龄的增加，基于2.53亿辆左右规模的汽车保有量，美国市场得以维持业务增长。中国本土汽车保有量与平均车龄的增长，同样带动汽车后市场规模快速增长。根据前瞻产业研究院，中国汽车后市场保持较快增长，由2014年的0.64万亿元增长至2019年1.33万亿元，CAGR为15.75%。

图 15: 2016-2020 年中国民用汽车保有量及增速(百万辆, %)



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

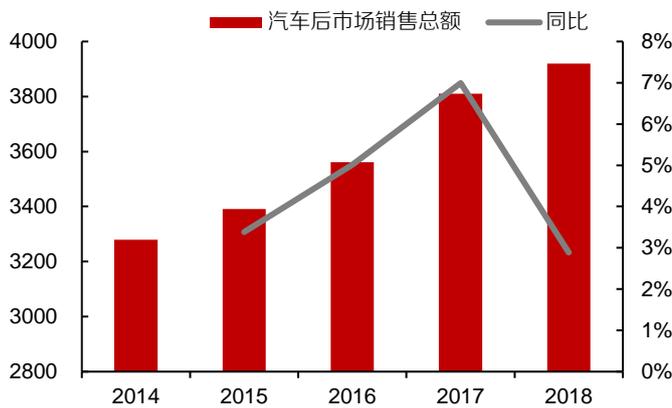
图 16: 2012-2018 年中国汽车平均车龄(年)



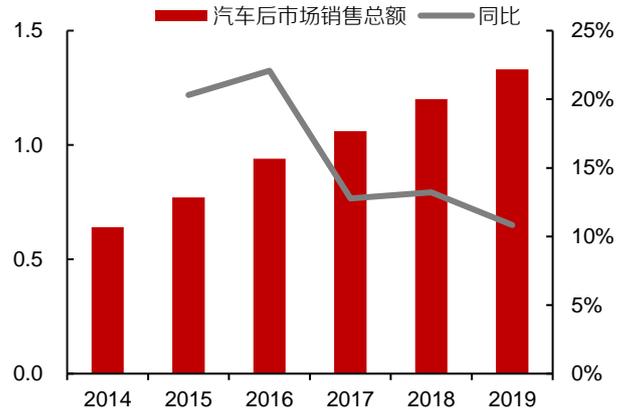
数据来源：招股说明书，中国汽车工业协会，东方证券研究所

图 17: 美国汽车后市场规模及增速(亿美元, %)

图 18: 中国汽车后市场规模及增速(万亿元, %)



数据来源：美国汽车后市场协会（AAIA）及 ACA(前身为 AAIA)，东方证券研究所

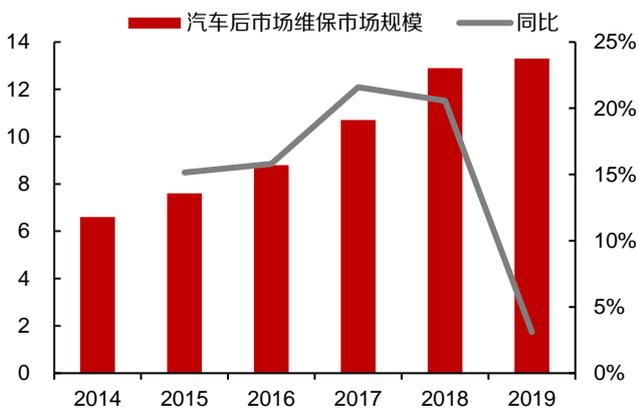


数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

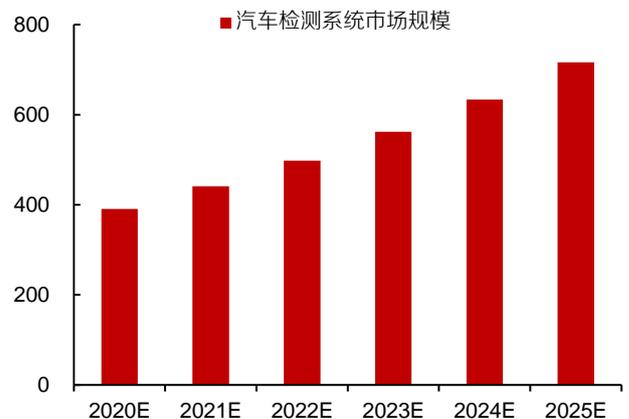
后市场稳步增长的同时，汽车诊断分析需求同样迎来增长。美欧地区汽车保有量大且车龄持续上升，再结合汽修业态整合及车辆电子化智能化技术的提升，辅以严格的车载诊断系统法规，美欧地区的汽车诊断分析产品市场始终维持着增长。据 Markets and Markets 咨询较早发布的预测，2018 年美国汽车诊断分析市场规模达 18.49 亿，2013 至 2018 年复合增速维持在 5.75%；欧洲汽车诊断分析市场规模预计达到 19.37 亿美元，2013 至 2018 年复合增速则维持在 4.75%。前瞻产业研究院预计 2020 年中国汽车检测系统市场规模增速约在 13% 水平，市场规模约为 391 亿元，2021-2025 年，市场复合增长率约维持在 12.89% 左右。

图 19: 中国汽车后市场维保市场规模及增速 (千亿元, %)

图 20: 20-25 年中国汽车检测系统市场规模预测 (亿元)



数据来源：德勤，东方证券研究所



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

2.2 汽车发展新趋势拓展市场新需求

未来汽车及汽车后市场产业将形成以智能化、网联化、新能源化为载体的商业模式。（1）汽车智能化。汽车智能驾驶需要通过各类传感器不断搜集汽车周边信息，依靠人工智能技术辅助驾驶员做出判断和决策。为实现智能化，汽车电子零部件比例将不断提高，相应的智能配件与服务也将同比例增长，汽车智能诊断工具将逐渐成为智能维修中枢。（2）汽车网联化。是使用无线通信、传感

探测等技术收集车辆、道路、环境等信息，实现车辆与车辆、车辆与道路基础设施的信息交换。随着车联网程度的加深，汽车诊断维修市场可利用互联网云服务提供更高效、便捷的产品服务，拓宽服务领域。**(3) 汽车新能源化。**新能源汽车搭载智能系统比例上升，提供新能源汽车诊断、检测市场机会。

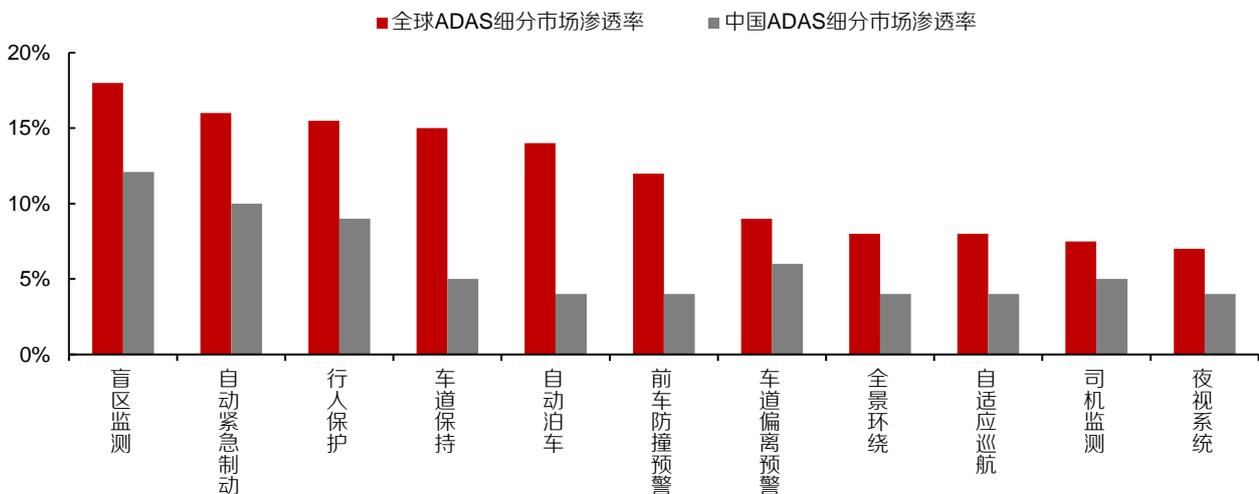
表 3: 汽车后市场未来发展趋势

项目	智能化	网联化	新能源
汽车电子	电子零部件比例提高，综合性功能广度深度提升	联网的快捷便利化服务需求增加	搭载更多智能系统的新能源车型面世
汽车后市场	汽车保有量稳步增长，智能化配件和服务比例增长	互联网的外延式后市场服务领域大幅度的拓宽	针对新能源领域的后市场产品和服务
汽车诊断维修市场	诊断工具逐渐成为智能维修中枢	利用互联网云服务提供便利、快捷、高效的诊断维修产品和服务	提高新能源车辆的检测诊断能力，在技术、产品和信息方面存在机会

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

ADAS 持续渗透打开标定工具市场需求。当前 ADAS 前装渗透率仍然处于较低水平，渗透率最高的盲区监测、自动紧急制动以及行人保护这三类 ADAS 细分市场，全球渗透率仅为 18%、16%、15.5%，国内这三类 ADAS 渗透率分别为 12.1%、10%、9%。随着政策以及市场自发需求推动，ADAS 渗透率有望逐步提升。ADAS 系统作为汽车电子化自动化零部件，系统复杂程度逐步提高，当其相关组成部分异常或位置偏移时，需要专用于 ADAS 的标定工具进行诊断检测维修。因此，随着 ADAS 逐渐普及，对相应维修检测工具的需求将进一步提高。

图 21: 全球及中国 ADAS 细分市场渗透率



数据来源：赛迪咨询，Business Sweden，东方证券研究所

三、核心产品优势明显，围绕产业趋势积极布局

3.1 综合诊断产品：发力高端市场，产品性价比优势明显

汽车综合诊断产品为公司核心业务，收入维持稳定增长。公司汽车综合诊断产品主要为汽车智能诊断电脑产品，该产品利用计算机技术，可全自动读取汽车各电控系统故障码、动态数据流、显示传感器波形、控制电脑编码等各项综合型集成功能。帮助使用者了解汽车故障类型、发生位置、产生原因，从而维修汽车。汽车综合诊断产品作为公司核心业务，近五年其营业收入始终保持增长，由2016的3.94亿元增长至2020年的9.31亿元，营收年复合增速为23.9%；此外，得益于产品技术密集型的特点，综合诊断业务的毛利率一直保持在60%左右的高水平。

图 22：2016-2020 年公司综合诊断产品营业收入及毛利率（亿元，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

智能诊断电脑持续迭代，产品功能不断升级。自 2009 年公司推出第一代汽车智能诊断电脑 MaxiDAS 系列，公司的诊断电脑产品已更新至 Maxisys Ultra 与 MaxiSys 系列的 MS919、MS909 等第三代产品。相较于第一代仅覆盖 40 个左右车系品牌，第三代产品已做到覆盖最新年款的乘用车与商用车型。此外，最新产品已采用安卓 7.0 深度定制化系统，三星 8 核高端处理器，4GB 运存、256GB 存储，软硬件升级在提高诊断效率的同时也进一步改善用户体验。

上探高端市场，拓展中低端布局。公司新推出的 Maxisys Ultra、MaxiSysMS919 定位高端市场，Maxisys Ultra 产品定价 6000 美元，虽向高端市场上探，但距离实耐宝最高售价为 1.1 万美元的产品，仍有一定差距。MaxiSysMS909 维持第二代产品 MS908 的市场定位，维护原有客户群体。此外，公司于 2017 年推出的中低端综合诊断电脑 MaxiCheck MX808，实现公司产品布局向高中低端全面发展。

表 4：公司历代汽车智能诊断电脑代表产品

规格参数	第一代汽车智能诊断电脑	第二代汽车诊断电脑	第三代汽车智能诊断电脑
	MaxiDAS DS708	MaxiSys Elite	MaxiSys Ultra
车型覆盖	40 个以上车系	150 多个车系	—
处理器	ARM 双核处理器内存	ARM 6 核处理器	三星 Exynos 8 核处理器，12.9 寸高清显示屏，256G，2732*2048 分辨率
存储器	内存 8G	2GB RAM, 64GB ROM	4GB RAM, 256GB ROM
显示器	7 寸 TFT 彩色显示屏，800*480 分辨率	9.7 寸视网膜触摸屏，2048*1536 分辨率	12.9 寸高清显示屏,2732*2048 分辨率
操作系统	Windos CE	Android 4.4.4, Kitkat 操作系统	Android 7.0
续航	—	15400mAH	18000mAh

数据来源：公司官网，招股说明书，东方证券研究所

公司智能诊断电脑产品性价比高，覆盖车型全面，软件更新频率优于竞品。公司综合诊断产品价格低于欧美企业产品，仅高于国内企业元征科技；此外，公司产品除主流品牌汽车外，还支持本土车系，诊断电脑所配备软件每周更新，也提供更多附件支持。以上特点共同构建了公司综合诊断产品的竞争优势。

表 5：汽车综合诊断产品与竞争对手可比产品具体参数对比

比较项目	公司	实耐宝	博世	OTC	元征科技	AutoLand
对标型号	MaxiSys Elite	Zeus	ADS625	Evolve	PAD III	iScan3
市场价格（美元）	3900-4200	9000-10000	4800-53300	4200-4700	2200-2700	4000-4500
硬件：影响产品使用速度和方式，协议标准影响兼容性						
VCI 通信结构	蓝牙（6 秒连接）、USB	WIFI、USB	WIFI、USB	WIFI、USB	蓝牙、USB	USB、Cable 线
SAE J2534 协议标准	√	√	√	×	×	√
RP1210 协议标准：重卡	√	×	×	×	×	
续航	8 小时	5 小时	4 小时	4 小时	8 小时	4 小时
软件和车系覆盖						
美洲车系	√	√	√	√	√	√
欧洲车系	√	√	√	√	√	√

亚洲车系	√(包括东南亚)	√	√	√	×	√
中国车系	√	×	×	×	√	√
升级频率	每周	2次/年	6次/年	4次/年	每周	每周
维修信息服务与支持						
现场专家支持(美国)	×	√	√	√	×	×
维修资料	√(部分)	√	√	√	√(部分)	√
产品特性						
ADAS 标定	√	×	×	×	×	×
附件支持						
示波器、万能表	√	√	×	×	√	×
内窥镜	√	×	×	×	√	×

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

3.2 TPMS：政策打开需求，产品优势有望占据市场份额

TPMS 即胎压监测系统，TPMS 安装于汽车每个车轮上用于监测轮胎状态，以预防爆胎事故，保障轮胎寿命与行车安全，其与安全气囊、防抱死刹车系统被视为汽车三大安全系统。2020 年公司 TPMS 产品营业收入为 2.75 亿元，同比增长 29%，2016-2020 年复合增速为 64%，毛利率大部分时间稳定在 54% 左右水平，2018 年公司为占据国内市场早期发展机会，采取促销活动，部分综合诊断产品附赠 TPMS 工具，致使该年毛利率下降明显至 46%。

图 23：2016-2020 年公司 TPMS 产品营业收入及毛利率（亿元，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

全球 TPMS 市场整体发展快，国内前装市场需求有望大幅增长。根据 Markets and Markets 数据，2011 年全球 TPMS 市场规模为 17.48 亿美元，2019 年增长至 56.34 亿美元，年复合增长率

15.7%，整体发展较快。美国、欧盟分别于 2005 年、2009 年颁布法规，规定新汽车平台加装 TPMS 设备。亚洲地区也相继采取类似立法方案，根据我国出台的《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》，2019 年 1 月 1 日起，中国市场所有新认证乘用车必须安装 TPMS，2020 年 1 月 1 日起，所有在产乘用车实施强制安装要求。

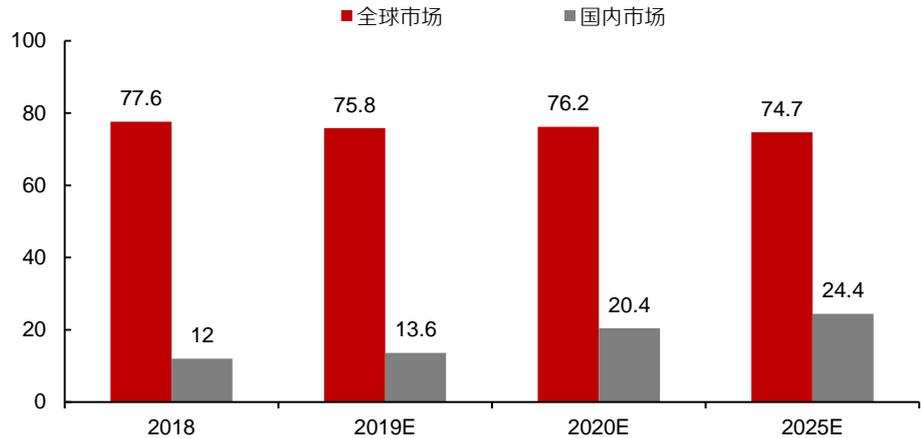
表 6: 各国 TPMS 相关政策

相关国家	文件名称	发布情况	相关内容
美国	FMVSS138 标准	2005 年 4 月	2007 年 9 月以后出厂重量小于 4.5 吨的轻型车必须全部安装 TPMS
欧盟	REGULATION(EC)No661/2009 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL	2009 年 7 月	2012 年 11 月起，所有出厂新车型及所有重量小于 3.5 吨车辆必须配置 TPMS。2014 年 11 月后胎压传感器将列为标准配备，以降低车辆故障纪律，实现最大燃油效率。
中国	《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求与试验方法》 (GB26149)	2017 年 10 月	车辆应按如下规定安装本标准规定的 TPMS：a) 对发动机中置且宽高比小于等于 0.9 的乘用车，其新申请型式批准车型自 2020 年 1 月 1 日起开始实施，其已获得型式批准的车型自 2021 年 1 月 1 日起实施。b) 其他 M1 类车辆，新申请型式批准车型自 2019 年 1 月 1 日起实施；其已获得型式批准的车型自 2020 年 1 月 1 日其开始实施。

数据来源：政府网站，招股说明书，东方证券研究所

美国于 2007 年立法强制安装该设备五年后，2012-2017 年 TPMS 经历了首个更换高峰期，因此 2020 年国内所有在产乘用车强制安装 TPMS 系统后，国内 TPMS 市场有望于五至十年内大幅增长，预计 2025 年国内市场规模可达 24.4 亿元。

图 24：全球与国内 TPMS 市场规模（亿元）



数据来源：中国产业信息网，东方证券研究所

产品性能良好，兼容性高。公司的 TPMS 系列产品主要是 TPMS 系统诊断匹配工具与 TPMS Sensor（胎压传感器）。公司诊断匹配工具定价为 700 至 900 美元，低于大部分竞争对手，传感器定价与行业水平相当；公司 TPMS 系统诊断匹配工具为小型、便携式手持设备，以公司的 TS608 产品为例，该产品支持 115 个车系，OBD 覆盖面 $\geq 77\%$ ，高于大部分竞品；支持胎压表与多传感器同时编程，具有自研胎压传感器。此外，公司的胎压传感器可通过配套工具进行无线编程，与各种品牌的车型匹配。值得关注的是，公司是市面上少有的同时提供 TPMS 诊断匹配工具即 TPMS 两种产品的企业，两类产品的高度适配有助总体系列的销售。

表 7：TPMS 系统诊断匹配工具与竞争对手可比产品具体参数对比

产品特点描述	道通科技	Bartec	Ateq	OTC	元征科技
型号	TS608	Tech500	VT56	3838	X431 PT TPMS/Pilot TPMS
市场价格（美元）	700-900	900-1200	900-1200	1250-1350	300-900
产品定位	通用型	通用型	通用型	预编程多协议胎压传感器	通用型
工具软件对比					
支持车系车型数量	115 个车系，1679 个子车型	82 个车系，1277 个子车型	81 个车系，1541 个子车型	美区支持 62 个车系，566 个子车型	无相关功能列表，未知
OBD 功能车型覆盖面	OBD 覆盖面 $\geq 77\%$	其公布的 OBD 覆盖面 $\geq 30\%$	其公布的 OBD 覆盖面 $\geq 60\%$	其公布的 OBD 覆盖面 $\geq 54\%$	无相关功能列表，未知
支持多传感器同时编程	√	×	×	×	×

支持胎压装表	√	×	×	×	×
工具升级频率	一年升级 6-8 次	一年升级 3-4 次	一年升级 3-4 次	一年升级 3-4 次	未知
工具硬件对比					
显示屏	7'	2.6'	4.3'	3.5'	5'
OBD VCI 连接	蓝牙	有线连接	有线连接	蓝牙	有线连接
配套传感器					
是否具有自研胎压传感器	√	×	×	×	×

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

3.3 ADAS 产品：提前布局标定市场，确立先发优势

公司提前开发产品具备先发优势。ADAS 标定工具系列产品现在仍属于新兴市场，相关产品出现时间较短，2018 年公司率先推出其第一代 ADAS 标定工具 MaxiSys ADAS，至今已升级至第二代校准设备 MaxiSys ADAS MA600，属于业内较早研发 ADAS 标定工具的厂商。公司产品车型覆盖面广、兼容性高，集成 ACC（自适应巡航控制系统标定）、LDW（车道偏离警告系统标定）、BSD（盲点监测系统标定）等几大核心功能，标定方法全面，标定设备精度高，标定工具简单易用，产品始终保持领先优势。

表 8：ADAS 标定工具与竞争对手可比产品具体参数对比

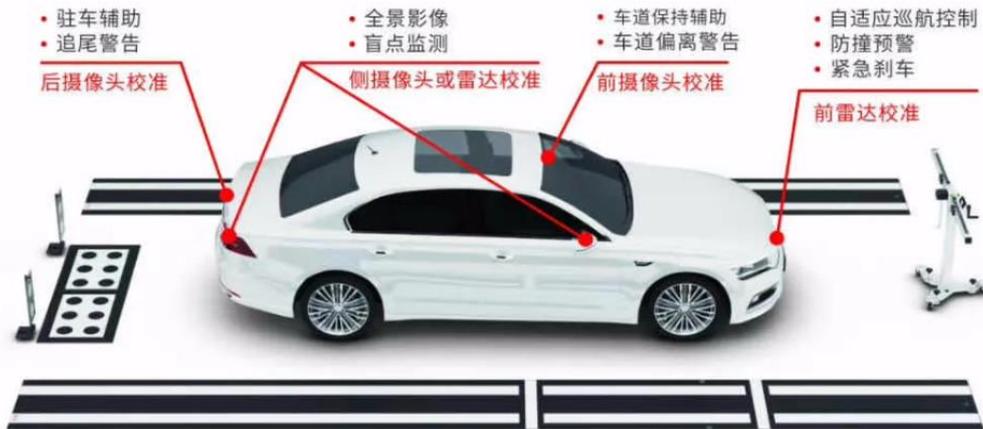
产品特点描述	道通科技	Bosch	Gutmann	Texa
型号	Maxisys ADAS+ADAS 一代标定主架	DCU220_ESI(TRONIC)2.0 &KTS560 + DAS1000	Megamacs+CS C-TOOL	AXONE Nemo&NAVIGATOR TXTs+ S12613
市场价格	约 EUR3,700 +EUR7,000	约英镑 4,400&2300+约 EUR9,000	约 EUR2,500+ 约 EUR6,800	约 4,500&2,500+约 EUR8,000
诊断工具				
车型覆盖面	支持欧美日韩等主流 48 个车系品牌； 支持合资品牌 17 个车系	支持欧美日韩等 30 个车系品牌； 不支持合资品牌	支持欧美日韩等 31 个车系品牌； 不支持合资品牌	支持欧美日韩等 32 个车系品牌； 不支持合资品牌
引导方式	√	×	×	×

图文提示	√	×	×	√
系统覆盖面	ACC,LDW,BSD,NVS	ACC,LDW	ACC,LDW	ACC,LDW
标定工具覆盖面	54 款	24 款	25 款	27 款
校准精度	毫米级	毫米级	厘米级	厘米级

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

产品车型覆盖率高，功能领先。ADAS 标定校准对象主要为 ADAS 系统内的传感器、ECU 与执行器，在进行检测前，公司产品需与汽车建立通信，因此标定产品的竞争核心之一在于其所覆盖车型的数量，根据公司最新年报，公司 ADAS 校准软件已实现了全球 2020 及 2021 年款部分新车型的覆盖，并且新增四轮预检功能，辅助发布了 18 款新图案与工具，实现全球车系 95% 以上的覆盖率，为行业内最新最全的 ADAS 标定系统。

图 25: MaxiSys ADAS MA600 功能介绍

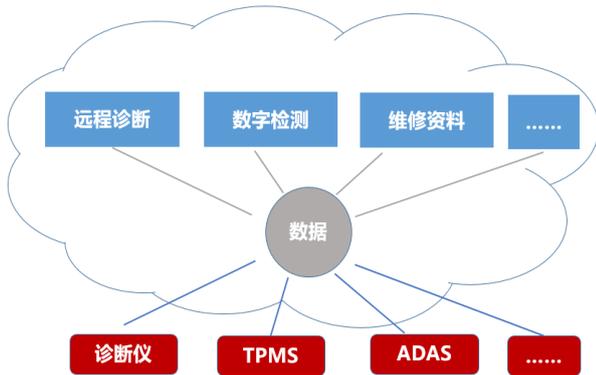


数据来源：公司微信公众号，东方证券研究所

3.4 软件云服务：商业模式蜕变，积极布局智能维修信息服务

软件升级服务贡献可观持续营收。针对海外市场，公司采用后续软件升级收费模式，在终端产品附带的免费软件升级期限到期后，用户将通过在线升级或购买预付升级卡等方式购买软件升级服务，通过升级服务实现诊断检测应用软件所覆盖车型的更新以及新的功能拓展。为了抢占国内市场份额，公司仍以销售产品为主，搭配不定期的免费升级服务。2016 至 2020 年，软件云服务营业收入占公司总营收从 9.52% 上升到 13.4%，2020 年服务营业收入达 2.08 亿元，CAGR 为 39.45%，同时，软件云服务也是公司具备最高毛利率的业务，近五年毛利率始终稳定在 95% 左右的水平。未来随着公司诊断硬件产品存量和在线升级率的提升，同时维修信息化等新服务带来年费的增加，软件云服务的需求将逐渐打开。同时该项服务具备一定的 SaaS 特征，有望助推公司商业模式的蜕变。

图 26: 软件云服务架构



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 27: 16-20 年公司软件云服务营业收入及毛利率(亿元, %)



数据来源：Wind，东方证券研究所

3.5 具备前瞻意识，布局新能源后市场

把握机遇，布局新能源汽车诊断维修领域。面对新能源汽车趋势，公司重点关注在新能源电池领域维保、充电、换电的机会，2020 年公司推出业界首款支持锂电池检测的电池诊断设备 MaxiBAS BT608，使用自适应电导技术，可更准确检测汽车电池的冷启动能力与电池容量，自动关联车辆和电池信息、支持电池安装位置查询、支持全系统诊断以及内置热敏打印机可立即打印检测报告。

针对新能源汽车保养便宜、维修贵、维修早、维修慢的特点，公司诊断服务覆盖汽车三电系统，布局充放电系统，充分应用智能电池检测、充放电、主动均衡、大数据分析等技术，致力为客户提供精准高效、安全可靠的新能源电池管理解决方案，未来有望基于提前布局的优势抢占新能源市场份额。

图 28: MaxiBAS BT608 锂电池诊断设备



数据来源：公司官网，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 汽车综合诊断产品及 TPMS 产品保持稳定增长，ADAS 产品及软件云服务增长迅速。公司汽车综合诊断产品覆盖车型全面，产品性价比高，我们预计 21-23 年该业务收入增速分别为 27.5%、22.9%、21.0%；TPMS 产品性能良好，兼容性高，随着国内 TPMS 的普及，国内 TPMS 诊断匹配工具及传感器需求有望迎来快速增长，我们预计 21-23 年该业务收入增速分别为 39.7%、35.1%、30.4%；ADAS 智能检测标定工具为公司新兴业务，随着 ADAS 逐渐普及，对于 ADAS 标定需求有望爆发，带动标定工具收入快速增长，我们预计 21-23 年该业务收入增速分别为 105.8%、76.4%、56.8%；此外，公司积极推进软件升级服务以及维修信息服务，未来软件云服务收入有望迎来高速增长，我们预计 21-23 年软件云服务收入增速分别为 79.2%、63.9%、54.6%。
- 2) 公司 21-23 年毛利率分别为 65.8%、66.8%和 67.9%，主要受收入结构的变化导致综合毛利率呈现稳中有升趋势。
- 3) 公司 21-23 年销售费用率为 11.27%、12.15%和 13.04%，管理费用率为 11.32%、7.96%和 6.88%，研发费用率为 16.57%、18.16%和 18.26%。21 年管理费用率上升主要考虑股权激励摊销费用，随着摊销费用减少费用率有望下行，同时我们认为公司近年来会继续保持对研发和市场的高投入，销售费用率及研发费用率将保持较高水平。
- 4) 公司 21-23 年的所得税率维持 5%

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
汽车综合诊断产品					

销售收入（百万元）	731.1	930.7	1,186.6	1,458.5	1,765.4
增长率	22.5%	27.3%	27.5%	22.9%	21.0%
毛利率	60.7%	61.3%	61.7%	61.5%	61.5%
TPMS 产品					
销售收入（百万元）	214.0	275.5	384.8	519.7	677.7
增长率	49.1%	28.7%	39.7%	35.1%	30.4%
毛利率	54.8%	57.2%	57.4%	56.6%	56.2%
软件云服务					
销售收入（百万元）	134.0	208.4	373.5	612.3	946.7
增长率	43.1%	55.5%	79.2%	63.9%	54.6%
毛利率	0.0%	95.9%	95.5%	95.0%	95.0%
ADAS 产品					
销售收入（百万元）	- 0	111.6	229.7	405.1	635.2
增长率			105.8%	76.4%	56.8%
毛利率		64.5%	65.0%	64.5%	64.0%
其他主营业务					
销售收入（百万元）	100.9	35.8	50.2	67.7	88.0
增长率	80.0%	-64.5%	40.0%	35.0%	30.0%
毛利率	50.7%	7.0%	15.0%	20.0%	25.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	15.8	15.8	15.8	15.8	15.8
增长率	53.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	45.5%	73.0%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	1,195.8	1,577.8	2,240.6	3,079.2	4,129.0
增长率	32.8%	31.9%	42.0%	37.4%	34.1%
综合毛利率	62.4%	64.3%	65.8%	66.8%	67.9%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 1.41、1.98、2.71 元，结合公司业务，我们选取同在汽车智能化领域布局的中科创达、德赛西威、虹软科技、华阳集团、广联达公司作为可比公司。根据可比公司 21 年的 PE 水平，给予公司 21 年的 73 倍市盈率，对应合理股价为 102.93 元，首次给予买入评级。

可比公司估值比较

公司	代码	最新价格 (元) 2021/6/25	每股收益 (元)				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
中科创达	300496	137.50	1.05	1.57	2.22	3.05	131.20	87.37	61.95	45.03
德赛西威	002920	103.99	0.94	1.43	1.88	2.39	110.38	72.69	55.36	43.59
虹软科技	688088	45.72	0.62	0.78	1.04	1.37	73.81	58.71	43.94	33.42
华阳集团	002906	30.87	0.38	0.59	0.86	1.13	80.66	52.52	36.02	27.42
广联达	002410	69.10	0.28	0.54	0.80	1.05	248.29	127.00	86.85	65.66
	最大值						248.29	127.00	86.85	65.66
	最小值						73.81	52.52	36.02	27.42
	平均数						128.87	79.66	56.83	43.02
	调整后平均						107.42	72.92	53.75	40.68

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

风险提示

1、研发进展不及预期的风险

研发投入不仅能确保公司产品的竞争力，还能拓展公司业务边界。若公司研发投入不能与下游行业技术革新速度以及实际需求相匹配，将对公司营收、净利润等产生不利影响。

2、行业内竞争恶化风险

目前公司在汽车诊断、ADAS 标定等市场均处于优势地位，若行业市场竞争加剧，公司产品的毛利率和市场份额会受到挤压，对公司业绩增长带负面影响。

3、汽车电动智能化对诊断维修业务产生冲击的风险

电动化及智能化趋势使得汽车架构及技术路线产生重大变化，可能减少后市场的诊断维修需求，对公司产生不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	346	1,351	1,725	2,284	3,107	营业收入	1,196	1,578	2,241	3,079	4,129
应收票据、账款及款项融资	261	325	462	635	851	营业成本	450	563	765	1,023	1,324
预付账款	35	25	35	49	65	营业税金及附加	13	15	22	31	41
存货	356	443	602	804	1,042	营业费用	167	192	252	374	539
其他	87	488	568	668	789	管理费用及研发费用	266	407	625	804	1,038
流动资产合计	1,085	2,632	3,392	4,439	5,854	财务费用	(8)	14	(15)	(20)	(27)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	11	11	13	17	21
固定资产	167	229	306	356	398	公允价值变动收益	(6)	30	32	33	35
在建工程	23	0	0	0	0	投资净收益	(7)	13	15	16	17
无形资产	60	45	59	72	82	其他	58	61	65	68	72
其他	173	269	19	10	10	营业利润	341	481	689	968	1,316
非流动资产合计	422	543	384	437	490	营业外收入	1	0	1	1	1
资产总计	1,507	3,175	3,777	4,876	6,344	营业外支出	0	27	20	30	35
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	342	454	670	939	1,282
应付票据及应付账款	90	258	351	469	607	所得税	15	21	34	47	64
其他	91	319	415	505	617	净利润	327	433	637	892	1,218
流动负债合计	180	577	766	974	1,224	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	6	6	6	6	归属于母公司净利润	327	433	637	892	1,218
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.73	0.96	1.41	1.98	2.71
其他	162	58	0	0	0						
非流动负债合计	162	65	6	6	6	主要财务比率					
负债合计	342	642	772	980	1,230		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	400	450	450	450	450	营业收入	32.8%	31.9%	42.0%	37.4%	34.1%
资本公积	96	1,173	1,173	1,173	1,173	营业利润	13.6%	41.0%	43.2%	40.4%	36.0%
留存收益	672	925	1,382	2,274	3,491	归属于母公司净利润	-2.6%	32.4%	47.0%	40.0%	36.6%
其他	(3)	(15)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,165	2,533	3,005	3,896	5,114	毛利率	62.4%	64.3%	65.8%	66.8%	67.9%
负债和股东权益总计	1,507	3,175	3,777	4,876	6,344	净利率	27.3%	27.4%	28.4%	29.0%	29.5%
						ROE	29.7%	23.4%	23.0%	25.8%	27.0%
						ROIC	29.0%	25.5%	23.1%	26.0%	27.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	22.7%	20.2%	20.4%	20.1%	19.4%
净利润	327	433	637	892	1,218	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	53	49	49	47	47	流动比率	6.01	4.56	4.43	4.56	4.78
财务费用	(8)	14	(15)	(20)	(27)	速动比率	4.01	3.78	3.63	3.71	3.91
投资损失	7	(13)	(15)	(16)	(17)	营运能力					
营运资金变动	(198)	(43)	(210)	(298)	(362)	应收账款周转率	5.0	5.3	5.4	5.3	5.3
其它	49	129	169	(16)	(14)	存货周转率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
经营活动现金流	229	570	615	589	845	总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
资本支出	(74)	(41)	(120)	(100)	(100)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.73	0.96	1.41	1.98	2.71
其他	(63)	(930)	45	49	52	每股经营现金流	0.57	1.27	1.37	1.31	1.88
投资活动现金流	(137)	(971)	(75)	(51)	(48)	每股净资产	2.59	5.63	6.68	8.66	11.36
债权融资	0	6	0	0	0	估值比率					
股权融资	4	1,127	0	0	0	市盈率	120.7	91.1	62.0	44.2	32.4
其他	(204)	(222)	(165)	20	27	市净率	33.9	15.6	13.1	10.1	7.7
筹资活动现金流	(200)	911	(165)	20	27	EV/EBITDA	97.8	69.3	52.2	37.9	28.3
汇率变动影响	6	(9)	-0	-0	-0	EV/EBIT	113.3	76.2	56.0	39.8	29.3
现金净增加额	(102)	501	375	558	823						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn